

Allianz Research

Quali sono le conseguenze delle sanzioni contro la Russia sull'economia globale?

30 Maggio 2022



Andreas (Andy) Jobst
Head of Macroeconomic &
Capital Markets Research
andreas.jobst@
allianz.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@
allianz.com

Roberta Fortes
Economist for Iberia, Latin
America and Africa
roberta.fortes@
allianz-trade.com

Françoise Huang
Senior Economist for Asia
Pacific
francoise.huang@
allianz-trade.com

Manfred Stamer
Senior Economist for
Emerging Europe and the
Middle-East
manfred.stamer@
allianz-trade.com

Frederik Witzemann
Research Assistant
frederik.witzemann@
allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

- Contro le aspettative iniziali, le sanzioni complete non hanno fatto precipitare la Russia in una crisi valutaria. A differenza di altre valute dei mercati emergenti in periodi di stress, il rublo russo ha subito un deprezzamento di breve durata. Dopo essere crollato nei primi giorni dell'invasione dell'Ucraina da parte di Mosca, il rublo ha messo a segno una notevole rimonta ed è più che raddoppiato rispetto al dollaro USA rispetto al crollo di marzo, diventando la valuta dei mercati emergenti con la migliore performance quest'anno.
- Diversi fattori spiegano perché la Russia ha evitato una crisi valutaria nonostante il congelamento della maggior parte delle sue riserve della banca centrale. Il surplus delle partite correnti ha raggiunto il record di 58 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2022 e potrebbe salire fino a 250 miliardi di dollari (in assenza di un embargo globale sulle esportazioni di energia e di una compressione delle importazioni indotta dalle sanzioni). Le autorità russe hanno inoltre adottato tempestivamente delle contromisure per orchestrare un "intervento FX su delega", tra cui severi controlli sui capitali, una temporanea fissazione del rublo con l'oro e la richiesta agli importatori di energia di passare ai pagamenti in rubli, oltre a un forte aumento dei tassi di politica monetaria per stabilizzare il rublo dopo il suo crollo.
- Tuttavia, la rapida ascesa del rublo potrebbe aver raggiunto un punto di svolta e potrebbe alla fine ritorcersi contro. Dal momento che il rublo viene scambiato in un mercato molto ristretto (e per lo più a livello nazionale, visto il drastico calo della domanda al di fuori della Russia a causa delle sanzioni), il suo recente apprezzamento nasconde un'economia interna in difficoltà, che quest'anno dovrebbe sprofondare in una grave recessione. Dal momento che la maggior parte delle esportazioni di energia sono denominate in valuta estera, un rublo più forte danneggia il bilancio del governo abbassando il valore della valuta locale, che potrebbe essere ulteriormente influenzato dalle potenziali tariffe dell'UE sulle esportazioni di energia russa durante la graduale eliminazione delle importazioni di petrolio. La scorsa settimana, la banca centrale ha risposto con il terzo taglio dei tassi di interesse per contenere l'apprezzamento della valuta. In futuro, l'attuale pressione al rialzo sul rublo è probabile che si attenni nel tempo, man mano che le esportazioni energetiche russe diventeranno meno competitive e il deterioramento delle prospettive economiche inizierà a pesare sul cambio.

- Al di là degli effetti sulla valuta russa, l'"arma della finanza" che mira a paralizzare l'economia russa potrebbe avere conseguenze di lunga durata anche sul sistema finanziario globale. Sebbene alcune delle sanzioni, come il congelamento di quasi due terzi delle riserve valutarie russe, siano state politicamente rapide, hanno anche sollevato questioni di sovranità finanziaria in un sistema monetario fortemente dominato dal dollaro USA. Potremmo ragionevolmente vedere alcuni paesi iniziare a diversificarsi dal dollaro USA e/o dall'architettura finanziaria globale dominata dall'Occidente, in particolare quelli che ritengono di poter essere presi di mira da sanzioni, prima o poi. Inoltre, l'effimera fissazione dell'oro da parte della Russia potrebbe servire come modello per un tentativo più serio da parte dei Paesi che hanno sufficienti riserve auree (o esportazioni di materie prime) di abbandonare l'attuale sistema di valute.

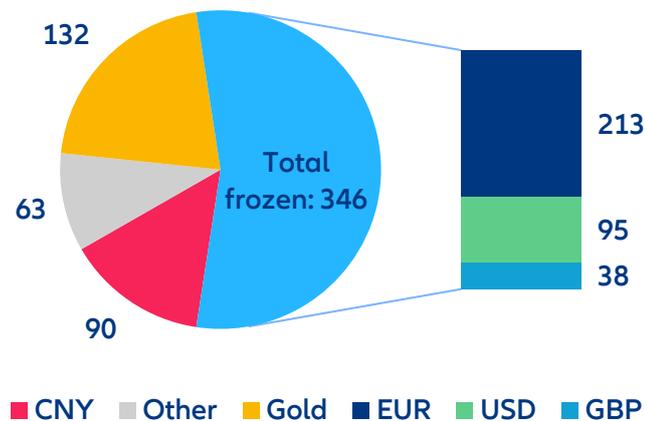
La Russia è riuscita a evitare una crisi valutaria nonostante le pesanti sanzioni.

Mentre il concetto di "militarizzazione della finanza" non è nuovo,¹ ha raggiunto una scala senza precedenti sulla scia dell'invasione russa dell'Ucraina. Durante la notte, circa il 55% dei 630 miliardi di dollari di riserve valutarie prebelliche della Russia (Figura 1) sono stati congelati e quindi non possono essere utilizzati, lasciando la Banca Centrale di Russia (CBR) per lo più con riserve auree detenute a livello nazionale. Inoltre, l'esclusione della maggior parte delle banche russe dal sistema internazionale di messaggistica di pagamento SWIFT, che alla fine è stato ampliato per includere anche la cessazione dei rapporti bancari corrispondenti, ha reso praticamente impossibile per le banche russe effettuare transazioni con i loro omologhi occidentali (Allegato, Tabella 1).² Queste sanzioni finanziarie sono state accompagnate da divieti di esportazione in diversi settori, dalla lista nera di alcune forniture e da restrizioni mirate alle attività economiche da parte di imprese e privati, tra cui un embargo parziale sulle esportazioni di energia. Tuttavia, le sanzioni non hanno chiuso completamente i conti esteri della Russia. Le principali società e banche legate alle materie prime non sono state colpite dalle sanzioni, il che ha permesso ai flussi di gas e petrolio di continuare, così come agli afflussi di denaro in Russia.

Grafico 1: Russia - Riserve internazionali per valuta (gennaio 2022, miliardi di USD)

¹ Misure simili (anche se con diversi gradi di severità) sono già state adottate contro economie più piccole e meno sviluppate, come Afghanistan, Iran, Siria e Venezuela. Ad esempio, l'amministrazione statunitense ha recentemente [proposed](#) di utilizzare 7 miliardi di dollari di beni afgani congelati per risarcire le vittime degli attentati dell'11 settembre e per le attività di soccorso.

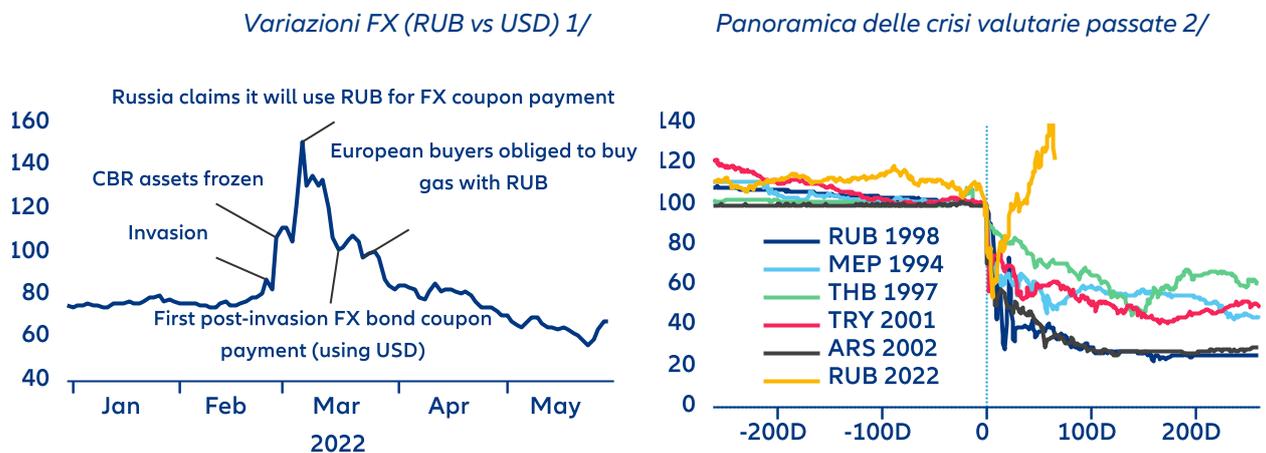
² Questa misura ha avuto anche un impatto indiretto sulle transazioni tra le banche russe e le loro controparti registrate in Paesi che non hanno imposto sanzioni finanziarie alla Russia..



Fonti: CBR, Allianz Research. La composizione "altra" non è nota, ma comprende tra l'altro i DSP e le riserve detenute in paesi "amici".

Le sanzioni sembrano essere state molto efficaci all'inizio. Il rublo si è deprezzato fino al 40% rispetto alle principali valute di riserva durante la fase iniziale della guerra in Ucraina (Figura 2); questo sviluppo era atteso, date le passate crisi valutarie nelle economie dei mercati emergenti (allegato, tabella 1). Tuttavia, dopo due mesi, la volatilità dei tassi di cambio ha iniziato a diminuire e il rublo è tornato ampiamente ai livelli pre-invasione, anche se le mani della CBR erano parzialmente legate a causa del congelamento delle riserve valutarie, che ha lasciato un margine di manovra inferiore.

Figura 2: Russia - Sviluppo del tasso di cambio e confronto con le crisi storiche di sudden stop



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: 1/ in base al tasso di cambio rispetto al dollaro USA, 2/ 100 = giorno prima dell'inizio del forte deprezzamento.

Come è riuscita la Russia a evitare una crisi valutaria? In risposta alle sanzioni, le autorità russe hanno adottato una serie di contromisure che si rafforzano reciprocamente. In primo luogo, hanno imposto severi controlli sui capitali (che si aggiungono al rallentamento dei deflussi di capitali a causa delle sanzioni commerciali sulle importazioni in Russia) chiedendo a

banche, esportatori e famiglie di cedere la maggior parte (80%³) delle loro disponibilità in valuta estera alla CBR. L'obiettivo di "rubelizzare" l'eccedenza delle partite correnti era quello di prevenire un eccessivo deprezzamento del rublo e di costituire, ove possibile, riserve in valuta estera che potessero sostituire quelle congelate.

La CBR ha inoltre più che raddoppiato (dall'8,5% al 20%) il tasso di riferimento. Di fronte a sanzioni globali, è stato necessario un inasprimento monetario per scoraggiare i deflussi finanziari (non coperti dai controlli sui capitali esistenti) piuttosto che frenare un'impennata dell'inflazione importata (riducendo la domanda aggregata). A differenza dell'ultima crisi del 1998 (e rispetto ad altre banche centrali in passato), la CBR ha risposto in modo deciso e rapido.⁴ Da allora, la CBR ha abbassato il tasso di riferimento all'11%, con due successivi tagli dei tassi, l'ultimo il 26 maggio.

Anche se di breve durata, fissare la valuta all'oro ha fornito ulteriore supporto per il rublo.

La Russia aveva aumentato le sue riserve d'oro in modo significativo dal 2005, ma ha smesso di acquistare oro dopo il primo trimestre del 2020, quando il rublo si è indebolito e il prezzo dell'oro è salito alle stelle. All'inizio dell'invasione, la CBR ha annunciato che avrebbe ripreso gli acquisti di oro⁵ per rafforzare le proprie riserve in caso di necessità di monetizzazione. Tuttavia, ben presto ha dovuto interrompere gli acquisti dalle banche, che dovevano soddisfare la crescente domanda di oro da parte dei privati in un contesto di forte svalutazione del rublo. Con l'allentamento della domanda interna alla fine di marzo, la CBR ha ripreso gli acquisti di oro dalle banche a un prezzo temporaneamente fissato a 5.000 rubli al grammo (che, al tasso di cambio RUBUSD prevalente e al prezzo internazionale dell'oro, era costoso, cioè il valore equo del rublo in termini di oro era inferiore; Figura 3). Questo accordo (che avrebbe dovuto essere in vigore fino a fine giugno) è stato presto abbandonato (l'8 aprile) e il prezzo è stato nuovamente negoziato in base alla domanda di moneta. Un'analisi più approfondita degli aggregati monetari e delle riserve auree russe suggerisce che sarebbe stato difficile per la CBR stabilire in modo permanente la fissazione aurea del rublo (Figura 3).

³ Questo requisito è stato ora abbassato al 50%, a seconda del settore, poiché l'obiettivo principale è stato raggiunto - e ha persino portato a un rafforzamento del RUB rispetto a prima dell'imposizione delle sanzioni.

⁴ In altre crisi valutarie, molte banche centrali hanno reagito troppo tardi nel tentativo di arginare i deflussi di capitale che prosciugavano le loro riserve (o peggio ancora, nel tentativo di difendere un regime di tassi di cambio fissi).

⁵ Un elemento importante è che la Russia è un attore chiave nell'industria mineraria dell'oro, quindi molti degli acquisti sono in realtà una produzione nazionale.

Figura 3: Russia-Fissazione del tasso di cambio e degli aggregati monetari con l'oro



Fonti: CBR, Refinitiv, Allianz Research.

A sostegno della fissazione dell'oro, le autorità russe hanno cercato di ridenominare le esportazioni di gas in rubli. Poiché la riduzione della domanda di moneta riduce il flusso di entrate in valuta delle esportazioni di energia alla banca centrale, la Russia ha chiesto ai clienti dei paesi non amici di pagare direttamente le loro importazioni di gas in rubli. In combinazione con il sostegno in oro del rublo, questa misura ha di fatto agganciato le esportazioni di gas russo al prezzo dell'oro. In questo modo, la CBR poteva anche mitigare il congelamento delle sue riserve estere a causa delle sanzioni, delegando di fatto un intervento in valuta alle banche che forniscono rubli agli importatori di energia..

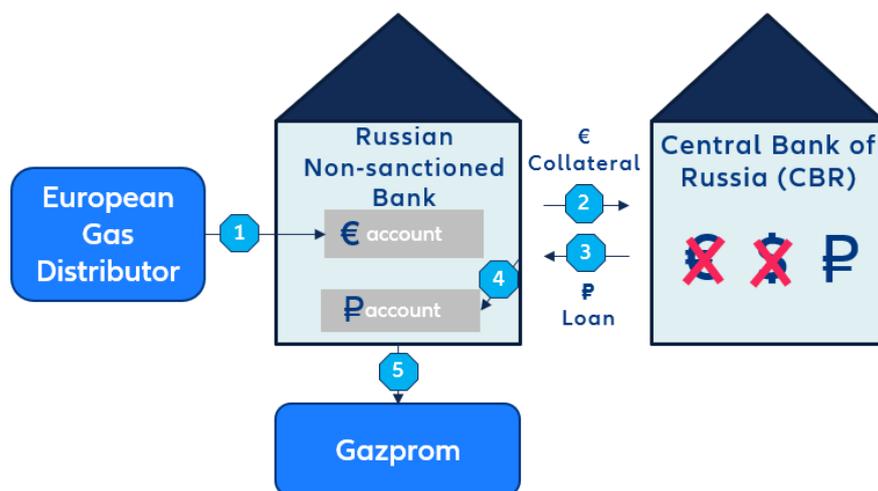
La "rubelizzazione" del gas russo ha probabilmente contribuito alla ripresa del tasso di cambio. Mentre la regola del pagamento obbligatorio è stata annunciata in aprile, la tempistica esatta è rimasta poco chiara fino a due settimane fa. Tuttavia, l'annuncio stesso ha già avuto un impatto immediato sulla valuta. Da quando ha toccato il minimo in aprile, il rublo si è apprezzato di oltre il 50% nei confronti dell'euro, grazie all'aumento della domanda esterna di rubli attraverso il commercio di energia, e il tasso di cambio si attesta ora ai livelli precedenti la guerra in Ucraina. Si noti che il rublo russo è diventato la valuta con la migliore performance dell'anno rispetto al dollaro USA (+30%).

La maggior parte dei Paesi europei ha adottato una soluzione di pagamento che consentirebbe loro di soddisfare la richiesta russa senza essere soggetti alle attuali sanzioni finanziarie. L'attuale accordo prevede che i pagamenti in valuta forte di "importatori ostili" siano intermediati da Gazprombank (che, a sua volta, fornisce rubli a Gazprom)⁶. La Commissione europea ha emesso una raccomandazione la scorsa settimana affermando che tale pagamento non sarebbe in contrasto con le attuali restrizioni se "gli operatori dell'UE [...] fanno una chiara dichiarazione che considerano i loro obblighi contrattuali da completare quando depositano EUR o USD presso Gazprombank [piuttosto che dopo che il pagamento è stato convertito in rubli]". Allo stesso tempo, l'operatore dell'UE dovrebbe chiedere conferma

⁶ La CBR spiega la procedura con cui gli acquirenti stranieri "non amichevoli" dovrebbero operare qui. Si noti che Gazprombank ha una licenza e opera ancora nell'UE e nel Regno Unito attraverso le sue filiali di Londra e Lussemburgo.

da parte russa che il pagamento è finalizzato non appena il trasferimento in USD viene effettuato; ciò implica anche che nessuna commissione per la transazione FX è dovuta dall'operatore dell'UE (figura 4). In questo modo, gli importatori evitano di commerciare in rubli, il che violerebbe le attuali sanzioni.⁷

Figura 4: Procedura proposta dalla CBR per i pagamenti in RUB



Sources: Bruegel, CBR, Allianz Research

Tuttavia, le prime tessere del domino sono già cadute nel gioco della "rubelizzazione" del gas da parte della Russia. Quasi un mese dopo aver annunciato che i Paesi "ostili" avrebbero dovuto pagare il gas importato in rubli, il 27 aprile il colosso statale russo Gazprom ha interrotto le forniture di gas a Polonia e Bulgaria, dopo che questi Paesi si sono rifiutati di accettare nuovi termini di pagamento. Alcune settimane dopo, il 21 maggio, anche la Finlandia è stata tagliata fuori dopo aver presentato domanda di adesione alla NATO. Il rifiuto di questi paesi è stato addotto dal timore che l'"accordo di pagamento a due conti" (tramite Gazprombank) proposto dalla banca centrale russa potesse ancora incorrere nelle attuali sanzioni. Ciononostante, la combinazione di tutte e tre le misure ha rappresentato di fatto un "intervento FX su delega" attraverso le banche russe, soddisfacendo così la domanda esterna di rubli (data la limitata potenza di fuoco della CBR).

L'apprezzamento del rublo potrebbe essere un boomerang?

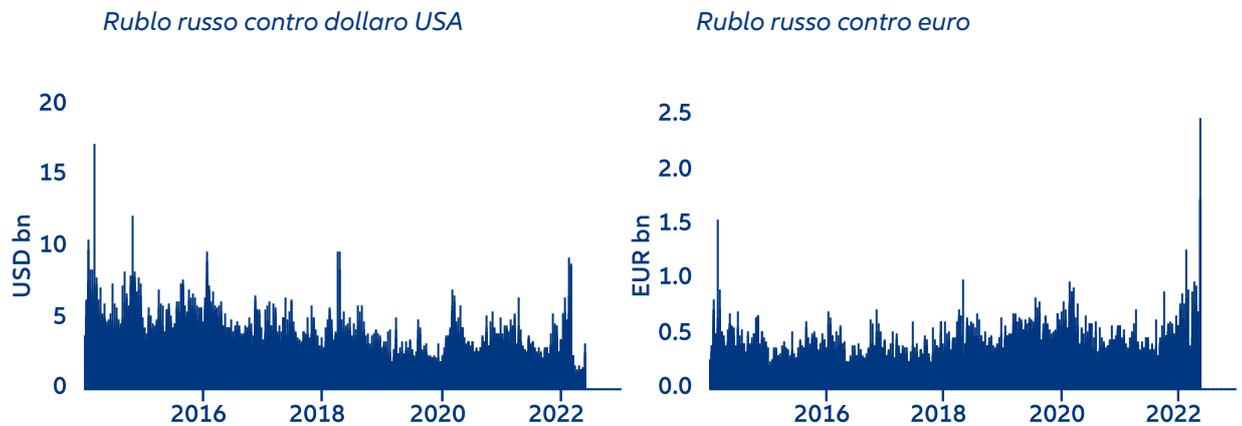
Il recente rally del rublo ha stupito gli analisti finanziari, che ipotizzavano un'ulteriore pressione di vendita. Il rublo si è persino rafforzato brevemente a 51 rispetto al dollaro USA, un livello visto l'ultima volta nel 2015, dopo essere brevemente crollato oltre 150 all'inizio di marzo. Tuttavia, la liquidità del trading di rubli è diminuita drasticamente, con una notevole quantità di rubli che passano di mano a prezzi al di fuori della fissazione ufficiale del rublo da parte della CBR (figure 5 e 6). Dal momento che il rublo viene scambiato in un mercato molto sottile (e per lo più a livello nazionale dato il drammatico calo della domanda al di fuori della

⁷ Le considerazioni esterne relative alle violazioni delle sanzioni e alle importazioni di gas dalla Russia potrebbero anche cessare perché (1) i Paesi dell'UE interrompono le loro importazioni, poiché la mossa russa di richiedere i pagamenti in rubli (anche in base alla procedura di cui sopra) costituisce una violazione del contratto, oppure (2) la Russia cancella unilateralmente le sue esportazioni di gas come misura di ritorsione (che sarebbe anche una violazione del contratto).

Russia a causa delle sanzioni), il suo prezzo indicativo potrebbe essere fuorviante e smentisce un'economia interna in difficoltà, che dovrebbe crollare in una grave recessione quest'anno. Poiché la maggior parte delle esportazioni di energia rimane denominata in valuta, un rublo più forte danneggia il saldo di bilancio del governo abbassando il valore della valuta locale. Dato che il taglio delle sanzioni statunitensi dei pagamenti delle cedole del debito pubblico russo è scaduto, un deterioramento del saldo fiscale potrebbe fornire incentivi per la Russia al default sul suo debito in essere, soprattutto data la sua dipendenza in rapido declino dai mercati internazionali dei capitali.

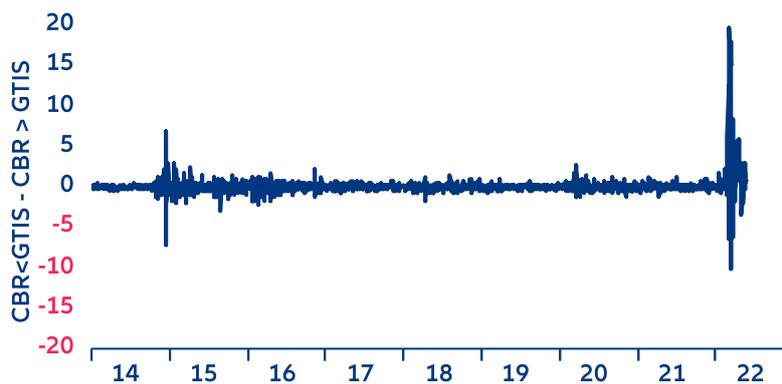
La CBR è intervenuta per domare il recente apprezzamento del rublo allentando la sua posizione monetaria. Giovedì scorso, la banca centrale russa ha ridotto il tasso d'interesse principale di 3 punti percentuali, portandolo all'11% (dal 14%) a causa del rallentamento dell'inflazione. Il rafforzamento del rublo ha reso le importazioni più convenienti, contribuendo a tenere sotto controllo l'inflazione, che ha iniziato a diminuire nelle ultime settimane. L'inflazione annuale è rallentata al 17,5% al 20 maggio, dal 17,8% di aprile, con un notevole calo delle aspettative inflazionistiche. Il terzo taglio dei tassi dall'inizio di aprile contribuisce ad attenuare il rialzo iniziale dei tassi al 20% a fine febbraio per stabilizzare il rublo dopo il suo crollo durante la fase iniziale della guerra in Ucraina.

Figura 5: Russia - Volume dei regolamenti del giorno successivo alla fissazione del tasso di cambio ufficiale



Fonti: Banca centrale della Russia, Allianz Research

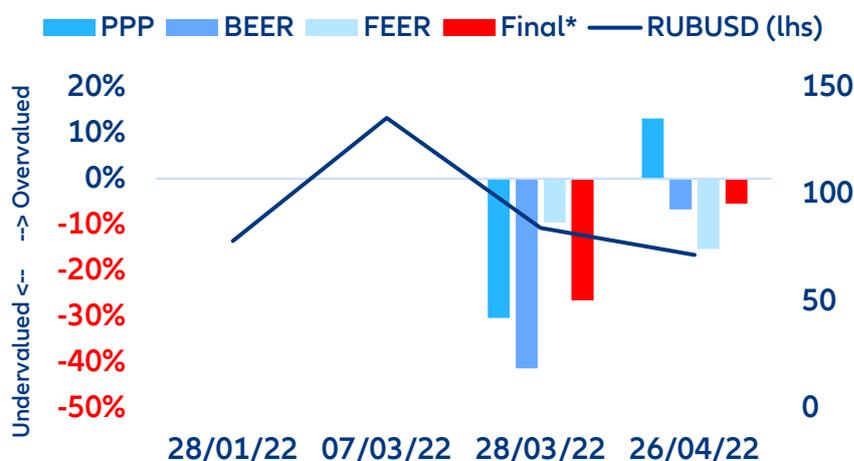
Figura 6: Differenziale tra il tasso di cambio RUBUSD ufficialmente fissato (CBR) e quello scambiato



Fonti: Banca centrale della Russia (CBR), Global Trade Information Services, Refinitiv, Allianz Research

I nostri modelli di valutazione del cambio suggeriscono che il rublo è ora equamente valutato (Figura 7). Durante la fase iniziale della guerra in Ucraina, il forte deprezzamento del rublo lo ha reso una delle valute più sottovalutate. Il successivo forte apprezzamento del tasso di cambio nominale ha invertito questa tendenza. Anche se le attuali sanzioni impediscono la normale interazione tra domanda e offerta, rendendo così difficile una valutazione esterna accurata, riteniamo che la recente ripresa del tasso di cambio del rublo è ampiamente coerente con i fondamentali, in particolare attraverso i guadagni delle ragioni di scambio, sostenute dagli alti prezzi del petrolio e del gas. L'ampio avanzo delle partite correnti (grazie alle continue esportazioni di energia a fronte di una contrazione delle importazioni dovuta a sanzioni commerciali) rende la Russia un caso particolare rispetto alle passate crisi valutarie dei Paesi emergenti (quando i paesi hanno registrato disavanzi delle partite correnti prima di riequilibrarsi in avanzi nel corso del tempo; Allegato, tabella 1).

Figura 7: Valutazione interna del tasso di cambio RUBUSD

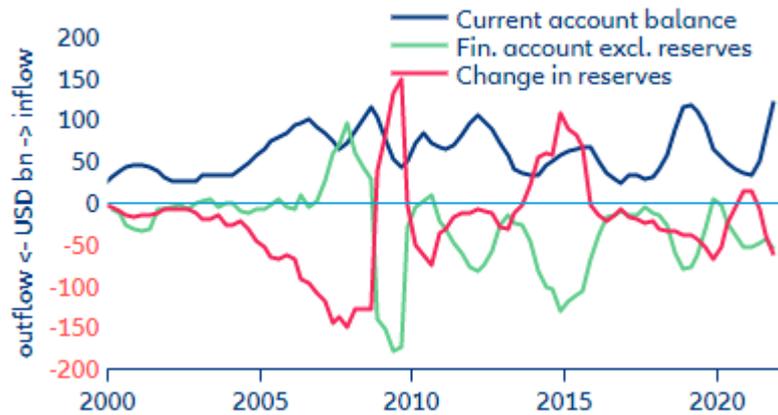


Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: Parità di potere d'acquisto (PPA): deviazione del tasso di cambio effettivo reale (REER) dalla sua media di lungo periodo. Modello Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER): tiene conto dei principali fattori ciclici, come le ragioni di scambio e la produttività, nonché delle variabili fiscali, come il rapporto debito/PIL, che incidono sulle variazioni del REER. Modello di Equilibrio Fondamentale del Tasso di Cambio (FEER): collega le variazioni del REER alla dinamica della bilancia dei pagamenti, catturando tutti i flussi finanziari e le transazioni tra residenti e non residenti. Il punteggio "finale" si basa sul peso di ciascun modello per il rublo russo, ottenuto in base all'errore quadratico medio (RMSE). Ciò significa che i modelli con i maggiori errori sono penalizzati.

In assenza di un embargo globale sulle esportazioni di petrolio e gas della Russia, un forte equilibrio esterno sosterrà il rublo in futuro (Figura 8). L'avanzo delle partite correnti della Russia è addirittura aumentato, grazie a una contrazione delle importazioni parzialmente involontaria e determinata dalle sanzioni. Diversamente dalle precedenti crisi valutarie, la Russia è stata in grado di accumulare riserve attraverso un commercio di energia limitato ma continuo, in combinazione con stretti controlli sui capitali, mentre forti sanzioni hanno portato a un'inevitabile riduzione delle importazioni (e quindi anche a domare l'inflazione importata).⁸ Le speranze russe si basano sull'aumento delle esportazioni verso i Paesi non occidentali (soprattutto Cina e India). Con le sanzioni in vigore, le materie prime russe vengono scambiate a sconto (anche in termini di rublo), il che può costituire un incentivo al prezzo. L'India starebbe aumentando i suoi acquisti, mentre anche la Cina sta valutando questa possibilità. Anche altri Paesi, sebbene con un peso minore sul consumo totale di petrolio, potrebbero seguirli, soprattutto perché i rischi di crisi imminenti minacciano la stabilità sociale (ad esempio il Pakistan).

⁸ A differenza delle precedenti crisi valutarie, il caso non è che molti articoli stranieri siano diventati inaccessibili, ma che siano diventati impossibili da acquistare..

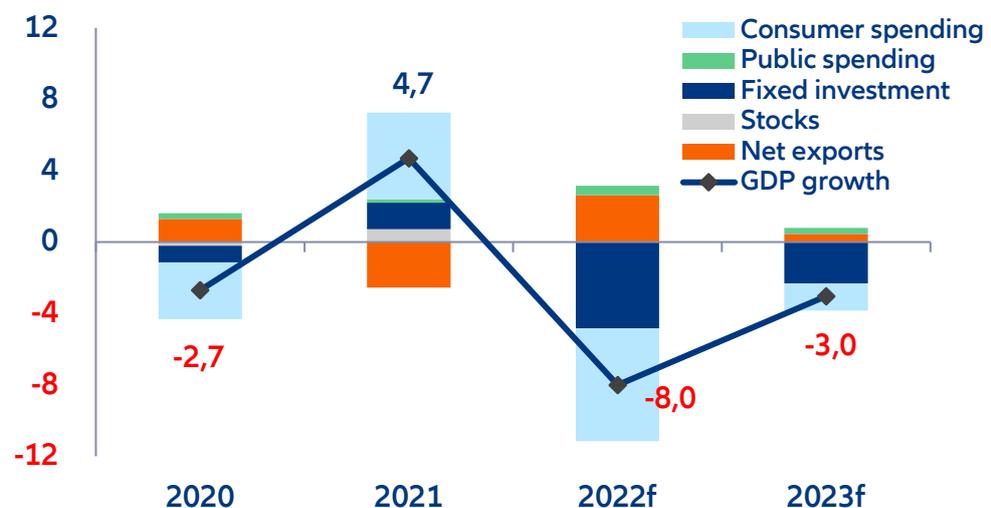
Grafico 8: Russia – Variazioni della bilancia dei pagamenti e delle riserve



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: "Fin. Account"=conto finanziario.

Tuttavia, le condizioni economiche della Russia hanno continuato a peggiorare nelle ultime settimane, mentre la guerra in Ucraina e l'isolamento economico del Paese crescono a causa dell'escalation delle sanzioni. Prevediamo che l'economia russa sperimenterà una profonda recessione per l'intero anno nel 2022 (-8% nel 2022, seguita da un ulteriore calo del -3% nel 2023; Figura 9). Il prossimo pacchetto di [EU sanctions](#), tra cui un embargo petrolifero e il taglio di Sberbank, la principale banca russa, da SWIFT, sembra probabile e isolerà ulteriormente l'economia. Il potenziale per [EU tariffs on Russian energy exports](#) durante l'eliminazione graduale delle importazioni di petrolio potrebbe incidere in modo significativo sulle entrate pubbliche. L'impennata dell'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse influenzeranno negativamente la spesa dei consumatori, mentre un esodo di capitali stranieri combinato con tassi più elevati dovrebbe colpire l'attività di investimento. Man mano che le restrizioni rimangono in vigore, è probabile che l'attuale pressione al rialzo sul rublo diminuisca man mano che le esportazioni di energia diventano meno competitive e il deterioramento delle prospettive economiche inizia a pesare sul tasso di cambio. In caso di improvvisa riapertura degli investimenti in conto capitale, il rublo potrebbe perdere gravemente valore.

Figura 9: Russia: scomposizione della crescita del PIL reale

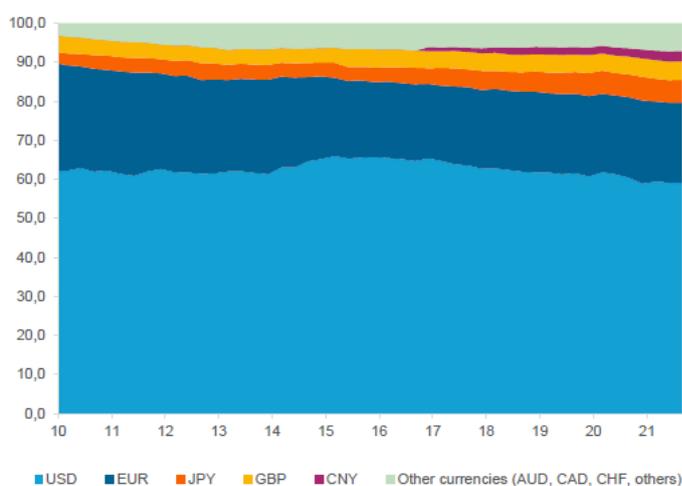


Fonti: Refinitiv, stime Allianz research.

La portata delle sanzioni finanziarie potrebbe avere implicazioni durature sulla politica economica globale.

Il congelamento delle riserve valutarie di una grande economia è una mossa senza precedenti e potrebbe essere legalmente contestabile – con le probabilità di una sfida di successo probabilmente più breve nell'UE che negli Stati Uniti.⁹ Potrebbero anche indurre alcune banche centrali a isolarsi dal rischio politico delle sanzioni finanziarie spostando le riserve dalla portata dei responsabili politici e delle autorità di regolamentazione statunitensi e dell'UE. A parte le convinzioni politiche, il fatto che le istituzioni abbiano perso l'accesso alle loro riserve – non essendo in grado di adempiere ai loro obblighi come prestatore di ultima istanza e agente di regolamento per FX – solleva domande per altri paesi che potrebbero essere a rischio di sanzioni finanziarie in futuro.

Figura 10: Distribuzione delle riserve della banca centrale (per valuta).



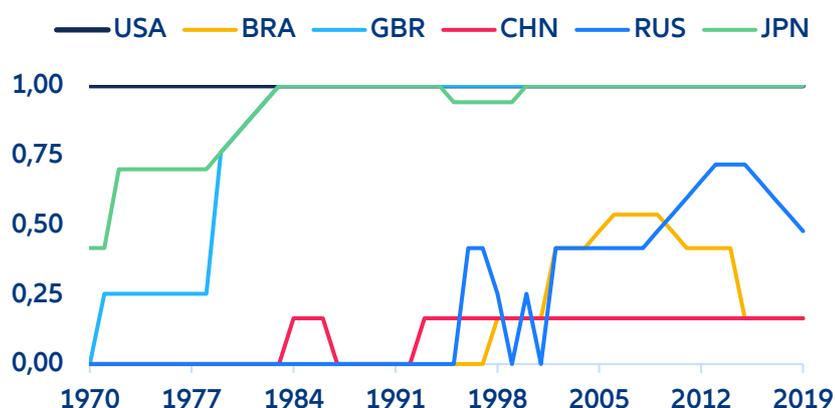
Fonti: BIS, FMI, Allianz Research.

Mentre è molto improbabile che gli attuali sviluppi creino danni a breve termine all'attuale sistema finanziario incentrato sull'USD (o allo status dominante dell'USD), giocano nella narrativa di una potenziale transizione verso un diverso regime monetario nel lungo periodo.

Mentre la sua quota nelle attività di riserva delle banche centrali è diminuita nell'ultimo decennio, il dollaro USA rimane di gran lunga la valuta di riserva dominante a livello globale (Figura 10). Essendo l'economia più grande e più aperta con il più grande sistema finanziario, gli Stati Uniti sono il principale importatore mondiale di capitale (con due terzi delle attività globali denominate in dollari USA). Inoltre, oltre il 40% del commercio mondiale è fatturato in dollari USA (Figura 11). Anche l'euro non è un sostituto stretto del dollaro USA. Tuttavia, l'emergere della Cina e il sistema finanziario in rapida evoluzione, compresa la digitalizzazione dei sistemi di pagamento, sollevano la questione se il dominio del dollaro USA e il suo ruolo di ancoraggio nel sistema monetario post-Bretton Woods possano diminuire nel tempo (riquadro 1).

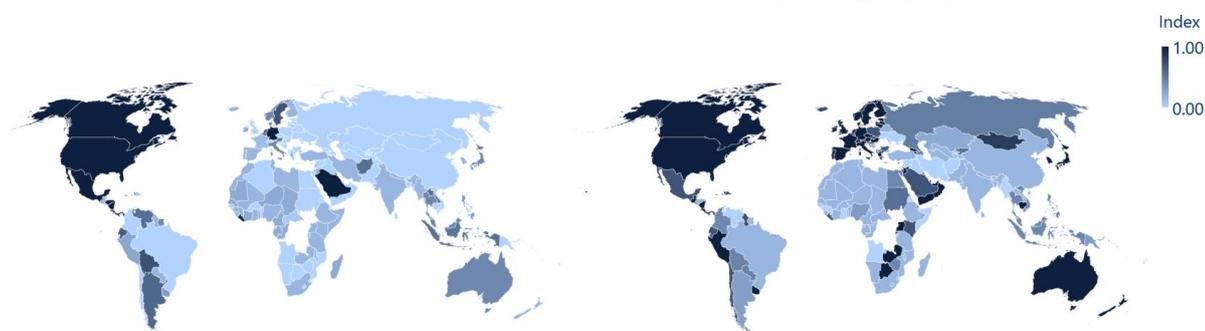
⁹ A differenza degli Stati Uniti, dove le sanzioni sono legalmente protette da una clausola di sicurezza nazionale, nell'UE i giudici hanno giurisdizione sulle sanzioni, il che le rende più facilmente impugnabili in tribunale. Inoltre, l'UE progetta e approva le sanzioni, ma spetta ai tribunali e ai governi nazionali attuarle effettivamente. Dal 2008 al 2015, ad esempio, l'UE ha perso circa due terzi dei ricorsi legali contro le sue sanzioni, secondo uno studio richiesto dal Parlamento europeo.

Figura 11: Apertura finanziaria



Chinn-Ito Index, 1970

Chinn-Ito Index, 2019



Fonti: Australian Bureau of Statistics, GeoNames, Microsoft, Navinfo, OpenStreetMap, TomTom, Chinn e Ito (2021), Allianz Research. Nota: indice Chinn-Ito (1= completamente aperto; 0 = completamente chiuso). I grafici in alto indicano l'evoluzione dal 1970 al 2019 di una selezione di paesi, mentre le mappe (grafici inferiori) mostrano il contrasto tra le due date di tutti i paesi dichiaranti.

In particolare, i seguenti sviluppi potrebbero rischiare di fornire un impulso per tale transizione, a causa di una confluenza di globalizzazione in stallo a favore della regionalizzazione o della costruzione di blocchi e della crescente divergenza tra economie di mercato avanzate ed emergenti:

- *Onshoring geo-strategico e mercantilismo.* Dopo la crisi del Covid-19, la guerra in Ucraina non solo ha sconquassato i mercati energetici e aumentato i prezzi delle materie prime, ma ha anche innescato un ripensamento sulla vulnerabilità del commercio globale attraverso relazioni efficienti ma complesse della catena di approvvigionamento. Le dolorose lezioni della crisi Covid-19 delle catene di approvvigionamento globali interrotte sono state amplificate dalle ricadute economiche delle sanzioni commerciali e delle contromisure russe. In futuro, la globalizzazione "in pausa" o addirittura il rischio di de-globalizzazione potrebbe comportare un difficile processo di aggiustamento per la politica monetaria per gestire le dinamiche dell'inflazione di fronte a shock negativi dal lato dell'offerta e prezzi più elevati a causa dell'onshoring.

- *Emergere di blocchi regionali e divergenze tra economie di mercato avanzate ed emergenti.* La guerra in Ucraina ha accentuato le tensioni geopolitiche, che potrebbero portare alla regionalizzazione o alla costruzione di blocchi. Un ulteriore deterioramento delle relazioni USA-Cina, compresa la recente retorica sullo status di Taiwan, potrebbe portare a un'autoselezione di paesi che sono strategicamente meglio posizionati per proteggere il loro canale commerciale allineandosi più strettamente con gli Stati Uniti o la Cina.
- *Diversificazione delle valute di riserva ed elusione del dollaro USA.* I Paesi a rischio di potenziali sanzioni in futuro (o percepiti come tali a causa delle loro ambizioni geopolitiche) saranno probabilmente preoccupati dalla portata delle sanzioni imposte alla Russia, soprattutto per quanto riguarda il congelamento delle riserve valutarie detenute all'estero. La diversificazione delle valute di riserva - già avviata (Arslanalp, Eichengreen e Simpson-Bell, 2022) - e lo sviluppo di sistemi di pagamento sostitutivi potrebbero diventare un'alternativa valida, in quanto i Paesi cercano di tutelarsi. Ciò include anche l'uso di valute locali in scambi bilaterali che non includono nessuno dei Paesi delle valute di riserva, che avverrebbe soprattutto tra le grandi economie di mercato emergenti (ad esempio, l'uso di RUB e INR nelle transazioni tra India e Russia), ma anche la fatturazione di materie prime globali chiave in altre valute (ad esempio, la rubelizzazione del gas, il petroyuan al posto del petrodollaro).

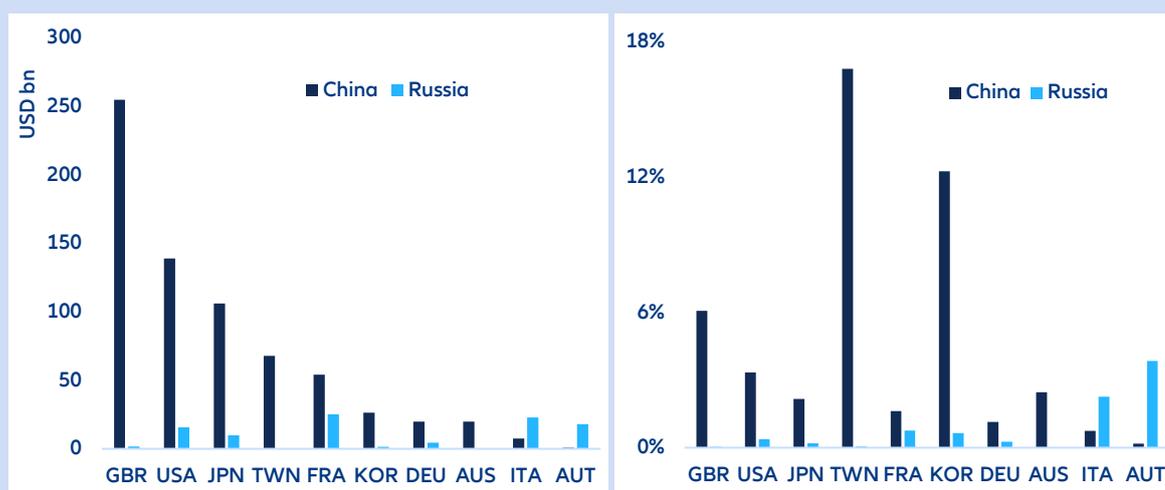
Nel complesso, riteniamo che l'USD continuerà ad essere la principale valuta globale nel prossimo futuro. Tuttavia, è probabile che la sua influenza diminuisca nel tempo a favore di attività di riserva alternative, comprese le attività cipriote, e oltre la portata di altre importanti valute nel paniere dei DSP (yen giapponese, euro, sterlina e yuan cinese).

Riquadro 1. La prospettiva cinese: calo dell'esposizione alla finanza armata

Le sanzioni imposte alla Russia offrono anche un insegnamento alla Cina in mezzo all'aumento di tensioni commerciali e geopolitiche con gli Stati Uniti, soprattutto nel contesto del futuro di Taiwan. In particolare, sorgono due domande chiave: (1) sarebbe possibile coordinare sanzioni finanziarie efficaci da parte delle economie occidentali contro la Cina e (2) in caso affermativo, come la Cina potrebbe prepararsi a un tale evento.

Escludere la Cina dall'economia globale sarà certamente molto più difficile da coordinare e molto più doloroso da implementare, data la sua rilevanza e interconnessione molto più ampia negli investimenti, nel commercio e nella finanza globali. In effetti, la Cina rappresenta il 12% del commercio globale di beni e servizi (rispetto a meno del 2% per la Russia). Quasi 1,3 trilioni di dollari di input cinesi sono utilizzati nel resto del mondo, rispetto a meno di 400 miliardi di dollari per gli input provenienti dalla Russia (la maggior parte dei quali sono materie prime piuttosto che beni intermedi fabbricati). Anche le esposizioni bancarie con la Cina sono significativamente maggiori (Figura 12). Infine, lo stock cinese di investimenti esteri diretti verso l'esterno ammonta al 5% del totale globale, rispetto all'1% della Russia..

Figura 12. A sinistra: esposizione bancaria a Cina e Russia. Destra: Quota di crediti provenienti da questi due paesi sul totale dei crediti esteri (%)



Fonti: BIS, Allianz Research

Nonostante il limitato margine di manovra a medio termine, la Cina potrebbe cercare di disaccoppiare strategicamente e/o cercare di diversificare le proprie riserve. A partire da marzo 2022, la Cina deteneva più di 1 trilione di dollari di titoli del Tesoro USA, ovvero circa il 15% delle partecipazioni estere o il 5% del totale in essere. Ridurre rapidamente questa esposizione senza influire sulla liquidità e sulla valutazione del mercato sembra praticamente impossibile.

Le riforme strutturali potrebbero aiutare la Cina ad accelerare l'internazionalizzazione del CNY da una base molto bassa. Nel lungo periodo, la Cina potrebbe sfidare il dominio generale dell'USD poiché il CNY viene adottato molto gradualmente su base più ampia.:

- *Transazioni finanziarie.* Secondo i dati di SWIFT, la quota di transazioni in CNY si attestava al 3,2% all'inizio del 2022, rispetto all'1,7% di due anni prima..
- *Fatturazione commerciale.* La quota del commercio totale della Cina stabilita in CNY è aumentata dal 10% nel 2012 (quando è iniziato il rapporto sui dati) al picco del 30% nel Q3 2015 prima di diminuire a causa delle paure CNY 2015-16. La quota è aumentata negli ultimi anni, da circa il 15% nel 2017 al 21% alla fine del 2021. La Cina potrebbe trarre vantaggio dalla sua posizione chiave nel commercio globale e nelle catene di approvvigionamento per aumentare l'uso della sua valuta.

- *Riserve della Banca centrale.* In termini di riserve valutarie allocate a livello globale, alla fine del 2021, il 2,8% era costituito da attività denominate in CNY. L'aumento è degno di nota, considerando che le attività CNY hanno iniziato costantemente a essere incluse nelle riserve valutarie solo nel Q4 2016 (con l'inclusione della valuta nel paniere dei DSP del FMI). L'inclusione del CNY è già superiore a quella del CAD, dell'AUD e del CHF, ma ancora molto al di sotto dell'USD e dell'EUR (e della metà dello JPY).
- *Swap di valuta della banca centrale.* Dal 2009, la Cina ha firmato accordi bilaterali di swap di valuta con 32 controparti. Inoltre, tali accordi dovrebbero continuare a sostenere il commercio e gli investimenti della Cina e l'uso internazionale del CNY.

In relazione all'internazionalizzazione del CNY, la Cina potrebbe puntare a sviluppare ulteriormente la sua infrastruttura del mercato finanziario. Nonostante i progressi significativi, non può essere considerata una seria alternativa all'attuale sistema finanziario globale incentrato sull'USD. Nel 2015, la Cina ha creato un sistema di pagamento (CIPS), ma rimane piccolo. L'equivalente statunitense (CHIPS) ha quasi 10 volte più partecipanti ed elabora 40 volte più transazioni. CIPS si basa ancora sul sistema di messaggistica interbancario che è SWIFT. Tuttavia, secondo quanto riferito, l'uso del CIPS sta crescendo rapidamente e una maggiore partecipazione delle banche straniere al CIPS potrebbe segnalare una crescente accettazione dell'infrastruttura finanziaria alternativa della Cina. La Cina potrebbe potenzialmente scavalcare gli sviluppi come capofila nello sviluppo della valuta digitale della banca centrale (CBDC), che potrebbe sostituire alcune delle attuali esigenze infrastrutturali per transazioni bancarie transfrontaliere più efficienti (e quindi stanze di compensazione e SWIFT).

Nel complesso, l'importanza della Cina per l'economia globale e il settore finanziario in crescita renderà meno probabile che diventi l'obiettivo della finanza armata. Tuttavia, la Cina accelererebbe ragionevolmente le riforme strutturali per aumentare l'uso internazionale del CNY e sviluppare alternative al dominio di un'infrastruttura finanziaria incentrata sull'USD. Nel lungo periodo, gli sforzi della Cina potrebbero portare all'emergere di due blocchi finanziari concorrenti (uno centrato sull'USD e l'altro sul CNY), che si sovrappongono se sussistono legami commerciali e di investimento o disaccoppiarsi in uno scenario negativo.

Appendice

Tabella 1. Panoramica delle principali sanzioni finanziarie e commerciali imposte dai paesi occidentali alla Russia

	Stati Uniti	Unione Europea	Regno Unito	Svizzera
Economiche e finanziarie	Congelamento delle riserve in valuta estera della Banca Centrale Russa (finalizzato al nuovo debito, custodito all'estero)			
	Sanzionamento delle riserve auree della banca centrale russa, per un valore di circa 130 miliardi di dollari.			
	Rimozione della maggior parte delle banche russe da SWIFT (blocca il finanziamento commerciale delle esportazioni/importazioni russe) e restrizioni sulle attività bancarie di corrispondenza			
Settore bancario	Sberbank e Alfa Bank sono state sottoposte a sanzioni di blocco totale dopo essere state soggette a sanzioni statunitensi di livello inferiore fino all'inizio di aprile.	Bruxelles estende le sanzioni finanziarie a Sberbank, lasciando Gazprombank come unico canale per i pagamenti energetici europei.	Impedire alle banche di pagare in sterline e di compensare i pagamenti attraverso il Regno Unito.	Le banche svizzere non possono accettare depositi > 100'000 CHF da cittadini russi.
	Esclusione delle principali banche russe dal sistema di pagamento statunitense (tra cui Sberbank, VTB Bank)	Estensione del divieto SWIFT su Sberbank, Credit Bank di Mosca e Russian Agricultural Bank	Congelamento dei beni di tutte le istituzioni finanziarie russe, compreso il National Wealth Fund.	Congelamento dei beni di persone e società quotate in borsa con effetto immediato (oltre a divieti di nuove relazioni d'affari)
Mercati dei capitali	Restrizioni al debito/equity per le istituzioni finanziarie chiave e le imprese di Stato russe	Impedire il commercio di servizi di investimento per titoli e strumenti del mercato monetario (dal 12 aprile) Divieto di valutazione delle società russe da parte delle agenzie di rating dell'UE e di fornitura di servizi di rating ai clienti russi.	La Gran Bretagna ha revocato alla Borsa di Mosca (MOEX) lo status di borsa valori riconosciuta, impedendo così agli investitori di accedere in futuro a determinati benefici fiscali nella negoziazione di titoli sul MOEX.	Non è possibile vendere titoli trasferibili denominati in euro a persone o entità russe.

Tabella 1. Panoramica delle principali sanzioni finanziarie e commerciali imposte dai Paesi occidentali alla Russia (continua)

	Stati Uniti	Unione Europea	Regno Unito	Svizzera
Commercio e investimenti	La revoca dello status di nazione più favorita della Russia (che nega le normali protezioni WTO) consente ai paesi del G7 di imporre tariffe significativamente più alte sulle esportazioni russe (ad esempio, il Canada ha imposto una tariffa del 35%).			
Energia	<p>Divieto di importazione di petrolio e gas russo</p> <p>Limitazione della raccolta di fondi sul mercato statunitense per i due principali produttori di gas e petrolio (in aggiunta a Gazprom)</p>	<p>Divieto di importazione in Europa del greggio russo entro sei mesi e dei prodotti petroliferi entro la fine del 2022 (tuttavia, l'Ungheria è ancora il principale oppositore)</p> <p>Divieto di importazione di carbone in tutta l'UE</p>	<p>Eliminazione graduale delle importazioni di petrolio, prodotti petroliferi e carbone russi entro la fine del 2022.</p>	<p>Adozione di sanzioni simili alle restrizioni sulle attrezzature per il petrolio/gas imposte dall'UE dal 2014.</p>
Technologia	<p>Ulteriore attenzione ai controlli sulle esportazioni, con l'obiettivo di colpire la marina russa, il settore aerospaziale, il più grande operatore di trasporti e di comunicazioni del paese.</p>	<p>Divieto di esportazione di tecnologie fondamentali per il potenziamento delle raffinerie di petrolio e delle aziende farmaceutiche.</p>	<p>Sospensione delle licenze di esportazione a doppio uso e restrizioni al commercio da parte delle industrie russe ad alta tecnologia (ad esempio, risorse naturali e difesa).</p>	<p>Divieto di esportazione di merci e tecnologie relative ai settori dell'aviazione, dello spazio e della raffinazione (in conformità con le misure dell'UE).</p>
Industria	<p>Ulteriore attenzione ai controlli sulle esportazioni, mirando ai settori della tecnologia russa, della marina, dell'aerospazio e dell'elettronica.</p>	<p>Divieto di importazione di beni di lusso e di prodotti siderurgici russi (solo l'acciaio è esportato per un valore di 3,3 miliardi).</p>	<p>Divieto di importazione di prodotti russi in ferro e acciaio ed esportazione in Russia di tecnologie quantistiche, materiali avanzati e beni di lusso.</p>	<p>Divieto di importazione, trasporto e acquisto di prodotti siderurgici (compresa la fornitura di assistenza tecnica o finanziaria).</p>

Tabella 2. Principali crisi valutarie degli EM: indicatori macroeconomici chiave degli squilibri interni ed esterni

	Partite correnti/PIL		Inflazione dei prezzi al consumo annuale		Sov. Debito estero/PIL		Equilibrio di bilancio	
	Pre-crisi	1 anno dopo /1	Pre-crisi	1 anno dopo	Pre-crisi	1 anno dopo	Pre-crisi	1 anno dopo
MEX 1994	-5.4 %	0.6 %	7.1 %	48.5 %	16 %	24 %	-2.4 %	-2.4 %
THA 1997	-7.0 %	10.0 %	4.6 %	10.6 %	11 %	23 %	-1.7 %	-9.0 %
RUS 1998	-1.9 %	8.9 %	7.9 %	126 %	33 %	69 %	-7.4 %	-3.6 %
TUR 2001	-4.1 %	2.6 %	36.2 %	73.7 %	16 %	20 %	-8.4 %	-11.7 %
ARG 2002	-2.5 %	0.8 %	-0.5 %	28.0 %	29 %	74 %	-5.3 %	-1.9 %
RUS 2022	6.9%	10.3%	8.7 %	19.0%	3.5 %	4.4%	0.7%	-2.0%

Tabella 3. Principali crisi valutarie degli EM: panoramica delle risposte politiche

	Svalutazione in valuta estera		Regime di cambio Pre-crisi	Variazione del tasso effettivo di riferimento		Controlli sui capitali 3/	Risposta politica
	Reazione iniziale /2	1 anno dopo		1 ,ese dopo	Massimo*		
MEX 1994	-40 %	-55 %	USD peg	+20 pp	+55 pp	No	Salvataggio degli Stati Uniti
THA 1997	-20 %	-38 %	USD peg	+3.5 pp	+7.5 pp	No	Credito del FMI
RUS 1998	-72 %	-75 %	USD peg	-	grandi rialzi pre-crisi	Yes	Assistenza del FMI**
TUR 2001	-42 %	-50 %	USD peg	+73 pp	+73 pp	No	Assistenza del FMI
ARG 2002	-50 %	-70 %	USD peg	+2 pp	+70 pp	Yes	Il FMI ha interrotto il sostegno
RUS 2022	-45 %	-	Floating	+11.5 pp***	+11.5 pp	Yes	Sanzioni, congelamento delle riserve

Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: date di crisi=Messico 19/12/1994, Thailandia 01/07/1997, Russia 13/08/1998 e 25/02/2022, Turchia 21/02/2001, Argentina 04/01/2002. Poiché la variabile del saldo di bilancio è annuale, il valore pre-crisi viene preso dall'anno della crisi in cui si è verificata dopo il 30/06, o dall'anno precedente quando è accaduto prima del 30/06. */ cumulativo, **/ insufficiente, ***/ La variazione effettiva dei tassi di riferimento è ora di soli +2,5 punti percentuali dopo il secondo taglio dei tassi della CBR all'11%, segnando un ulteriore allentamento di un aumento al 20% all'inizio della crisi per stabilizzare la valuta. 1/ Un anno dopo per il caso di Russia 2022 sono le stime di Allianz Research per la fine dell'anno 2022. 2/ La reazione precoce rappresenta la massima esperienza di calo entro il mese successivo all'inizio della crisi. 3/ Per avere una misura standard, assegniamo "Si" quando l'indice Chinn-Ito (Figura 8) di apertura al capitale è diminuito rispetto al periodo pre-crisi.

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette al disclaimer fornito di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le affermazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e che comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli causati da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese per sinistri (iv) i livelli e le tendenze della mortalità e della morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi di interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, compresi quelli fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale..

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di qualsiasi informazione che deve essere divulgata dalla legge..

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.